



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE**

THIAGO MELO DE ARAUJO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS
INVESTIDORES NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

**JOÃO PESSOA
2014**

THIAGO MELO DE ARAUJO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS
INVESTIDORES NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Contábeis, do Departamento de Contabilidade e Finanças, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção de bacharel em Ciências Contábeis, tendo com orientador o Professor Dr. Orleans Silva Martins.

**JOÃO PESSOA
2014**

THIAGO MELO DE ARAUJO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS
INVESTIDORES NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção de bacharel em Ciências Contábeis.

Resultado: _____

João Pessoa _____ de _____ de 2014.

BANCA EXAMINADORA

ORIENTADOR: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

Prof. Me. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão

Prof. Dr. Wenner Gláucio Lopes Lucena

Dedico este trabalho aos meus pais, Antônio Rômulo Melo de Araújo e Maria Glauziete Tavares Melo de Araujo, a minha tia Maria Salomé de Araújo Tavares, minha irmã Tatianna Melo de Araújo, aos meus Amigos Rafael Belmont, Rodrigo Pontes e Anderson Costa, e ao meu orientador Orleans Silva Martins, por todo o esforço, dedicação e apoio na minha jornada acadêmica.

AGRADECIMENTOS

A Deus e aos demais deuses existentes, independente de religião, por estarem sempre presentes em minha vida, me guiando na escolha dos melhores caminhos;

Aos meus pais principalmente, por me proporcionarem tempo hábil e estudo de qualidade para minha formação profissional e pessoal, além da dedicação e apoio sempre que necessários;

Aos meus amigos, que estavam ali presentes de braços abertos sempre que precisei aliviar as dificuldades da vida cotidiana;

Aos meus colegas de curso que me incentivaram e me acolheram sempre ofertando ajuda em toda processo acadêmico com tamanha cumplicidade;

Ao meu orientador, Orleans Martins, que abraçou minhas ideias e me guiou com toda a boa vontade e o comprometimento em busca do meu desenvolvimento profissional e intelectual.

"O sucesso é... conhecer o seu propósito na vida, crescer para alcançar seu potencial máximo e semear sementes que beneficiem outros."

John C. Maxwell

LISTA DE ABREVIATURAS

IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
GC	Governança Corporativa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
MT	Mercado Tradicional

Resumo

Empresas que apresentam maiores níveis de transparência e empregam mecanismos diferenciados de governança com o objetivo de diminuir os conflitos de interesses entre administradores e proprietários, geralmente, são bem vistas pelo mercado. Volumes maiores e mais detalhados de informações no mercado, sobre os principais atos administrativos e demonstrações financeiras, e a adoção de padrões que unifiquem uma mesma linguagem econômico-financeira poderá instigar poupadores a adquirir as ações da companhia, contribuindo para uma melhor precificação das ações. A harmonização e adoção empresarial de uma linguagem homogênea compreendida por entidades reguladoras, investidores, analistas, auditores e usuários de informações contábeis, independente de localização e origem fortaleceu a imagem das empresas. Nesse sentido este estudo teve como objetivo investigar a relação entre governança corporativa e a criação de valor para os acionistas no mercado brasileiro de capitais durante o período de 2008 a 2012. Para tal fato realizadas pesquisas bibliográficas, teses de mestrado e artigos científicos que trabalham acerca do tema. Também foram coletados dados na Economática, para serem trabalhados e posteriormente analisados. Tal estudo caracteriza-se de forma predominantemente quantitativa e descritiva com base em procedimentos estatísticos. Os resultados encontrados foram satisfatórios e confirmando a hipótese 1.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Conflitos de Agência. Investidores. Executivos. Transparência.

Abstract

Companies that have higher levels of transparency and employ different mechanisms of governance aiming to reduce conflicts of interest between managers and owners are generally well conquests by the market. Larger and more detailed information on market volumes on the main administrative acts and financial statements, and the adoption of standards that unify the same economic-financial language may instigate savers to buy shares of the company, contributing to better pricing of shares. The harmonization and business adoption of a homogeneous language understood by regulators, investors, analysts, auditors and users of financial information, regardless of source location and strengthened the image of the companies. In this sense this study aimed to investigate the relationship between corporate governance and value creation for shareholders in the Brazilian capital market during the period 2008 to 2012 for this fact performed literature searches, master's theses and scientific articles about working theme. Data in Economática to be worked and later analyzed were also collected. This study consists of predominantly quantitative and descriptive form based on statistical procedures. The results were satisfactory and confirming hypothesis 1.

Keywords: Corporate Governance. Conflicts of Agency. Investors. Executives. Transparency.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
1.1 Definição do Problema.....	12
1.2 Objetivo Geral.....	14
1.2.1 Objetivos específicos.....	14
1.3 Hipótese.....	14
1.4 Justificativa.....	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1 Governança Coporativa.....	17
2.2 Criação de Valor.....	21
3 METODOLOGIA.....	27
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	30
4.1 Análise comparativa e descritiva das medianas.....	30
4.2 Analise dos testes de médias.....	37
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	40
REFERÊNCIAS	43

1. INTRODUÇÃO

O mercado acionário, por ter como característica as indefinições da renda variável, pode ser considerado por muitos um ambiente inóspito, seja por razões culturais, seja por aversão aos diversos tipos de riscos existentes. Há formatação de um cenário econômico onde as relações comerciais se expandiram e romperam barreiras geográficas contribuiu para que as companhias alcançassem diversas regiões do planeta. Tal fato contribuiu para que os investidores analisassem de modo mais preciso, principalmente, aspectos culturais, políticos e financeiros de outros territórios. O momento atual da economia é formatado por um modelo globalizado que se desenvolve e evolui cada vez mais rápido por fortes transferências de capitais.

A difusão e a dispersão de capitais transferidos em maiores fluxos e rapidez nos mercados, os novos formatos empresariais e as fortes crises econômicas nos últimos anos, arquitetaram um novo modelo de gestão adotado pelas empresas para proteger pequenos acionistas. Esse novo modelo de gestão, denominado de práticas de Governança Corporativa GC, é baseado em níveis mais acentuados de transparência nas informações apresentadas, encabeçado por um conselho de administração e apoiados por pareceres de auditoria independente. Quando se trata de transparência, a governança corporativa apresenta-se como uma das principais formas de alcançar um nível diferenciado de relação entre os investidores e o mercado (RODRIGUES, 2003).

A necessidade de propagação e expansão das relações intercomerciais, observada nos últimos vinte anos, favoreceu a criação e desenvolvimento de mecanismos facilitadores de transferência de fluxos de capitais para financiar investimentos além das próprias fronteiras geográficas. Esse movimento tende a exigir modelos e informações mais apuradas dos principais atos administrativos para que sejam apresentadas, de forma mais clara e objetiva, aos seus respectivos usuários. Para Rodrigues (2003, p.3) esse novo modelo de gestão transborda as exigências legais de divulgação, segundo ela:

As motivações que levam as empresas a se preocuparem com a qualidade e o volume das informações divulgadas ao mercado ultrapassam os limites da exigência legal. Trata-se de um novo modelo de gestão que privilegia a informação como forma de atrair maior volume de investimentos.

No Brasil, o controle da inflação, a inserção de uma moeda forte, a abertura da economia para realização de transações comerciais internacionais, além das fronteiras, contribuíram para o crescimento e desenvolvimento corporativo, e trouxeram discussões sobre Governança Corporativa no país. A globalização cada vez mais enraizada, o aumento das privatizações, os processos de fusões e aquisições de empresas, fortalecidos pela entrada de capital estrangeiro, fizera com que investidores e o mercado percebessem a necessidade de se criar mecanismos de proteção em todas as regiões onde o conceito de GC tivesse alcançado (BRANDÃO, 2004).

Esse indicativo de utilização de maiores níveis de transparência pode gerar benefícios mútuos, tanto para a companhia quanto para os *stakeholders*, públicos relevantes, ocasionando maior credibilidade para corporação no mercado acionário. Maior credibilidade no mercado pode ser observada, também, nos movimentos das ações de uma companhia, na criação de valor para os acionistas e, conseqüentemente, por um crescimento na busca por esse ativo, refletindo numa melhor precificação das ações. Uma das principais perspectivas requerida pelos fornecedores de recursos é que seu investimento lhe proporcione retornos, variando de acordo com o perfil e expectativa de cada investidor e tipo de investimento.

A utilização de boas práticas de governança numa economia globalizada, parte do pressuposto da existência de um novo modelo de gestão que visa alcançar maiores volumes de capitais, ao mesmo tempo em que percebe as necessidades dos pequenos investidores. Desse modo, subtemde-se que a principal expectativa lançada nos administradores, como agentes executivos de uma companhia é a geração de riqueza e criação de valor para os acionistas (OKIMURA, 2003). Essa difusão de um novo modelo de gestão indica o interesse das grandes corporações na profissionalização dos gestores em aplicar maiores níveis de transparência e melhores práticas nos negócios com intuito de atingir os melhores resultados.

A equiparação dos direitos e das informações de uma empresa, tanto para seus administradores-controladores quanto para seus acionistas e credores, pode tornar-se um fator determinante no momento de escolher qual melhor alternativa na hora de alocar recursos. Entretanto, a existência de um modelo de gestão baseado em divulgação de um maior volume de informações, e a aplicabilidade de mais transparência nos negócios não afasta por completo a existência dos riscos envolvidos. Essa estrutura de GC desenvolvida, principalmente em empresas de

capital aberto tem impulsionado outras corporações a aplicar formatos similares na gestão de seus negócios.

No final dos anos de 1980, foi iniciado um movimento nos Estados Unidos da América e Grã-Bretanha, dando origem ao conceito de Governança Corporativa. Ao longo dos anos 1990, com escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas, como a *Eron Corporation* e a *WorldCom*, que tentou mitigar informações decisivas decorrente do baixo desempenho das companhias, carimbou com escândalos o mundo dos negócios no início do terceiro milênio (BRANDÃO, 2004).

Desde então, o tema se difundiu por outros territórios alcançando o continente europeu, a Alemanha foi um dos países pioneiros na criação de um mercado específico que negociasse ações de empresas que apresentem maiores níveis de *disclosure* com o surgimento do *Neuer Markt*. No Brasil, a BMF&BOVESPA criou, baseada em experiências europeias, o Novo Mercado, no final do ano 2000. Desde sua criação, houve um forte crescimento de empresas que ingressaram nesse índice e passaram a expor maiores informações no mercado, divulgando além daquelas já exigidas por lei.

No ano de 2009 foi criado, em parceria com a BMF&BOVESPA, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC devido ao interesse e necessidade de aprimorar e desenvolver cada vez mais novos modelos de gestão. A busca em equiparar e alinhar os direitos e interesses de todos agentes participantes das relações econômicas e financeiras tem despertado, ao menos, bastante curiosidade por fornecedores de recursos. Uma boa governança parte da premissa de uma melhor gestão estratégica dos negócios e maior monitoração dos agentes executivos (IBGC, 2013).

1.1 Definição do problema

A economia mundial passou por diversos estágios de desenvolvimento, as atividades empresariais, nos últimos quinze anos, não se restringiram apenas ao seu espaço geográfico de origem, tais barreiras foram superadas devido à necessidade de expansão e crescimento das modernas corporações. Em conjunto a essas mudanças estão presentes novas práticas e modelos de gestão. Uma das principais

mudanças observadas no controle e gestão se deu pela ruptura no comando das decisões e na formação de grandes blocos empresariais, que antes eram dominados e controlados pelas grandes famílias ou grupos familiares, quando não governado por apenas um acionista majoritário.

Geralmente, quando há ruptura entre controle e propriedade, o surgimento de Problemas de Agência, conflitos de interesse entre executivos e proprietários, é quase que inevitável, ainda que em graus diferenciados. As novas transformações aplicadas na gestão de uma empresa geraram desgastes entre as partes, e com o objetivo de diminuir maiores divergências, foram criados alguns mecanismos que buscassem alinhar os interesses de proprietários e administradores. Uma das principais ferramentas, atualmente, utilizadas é o um modelo de gestão denominado Governança Corporativa.

Esse novo formato de gerir as modernas corporações tem refletido, de modo bastante significativo, tanto no meio acadêmico quanto no meio empresarial nos últimos dez a quinze anos. Este modelo renova a confiança por parte dos investidores, que muitas vezes acabam lesados pelo não conhecimento de fatos relevantes e decisivos na continuidade das operações empresariais. A estrutura de Governança Corporativa Diferenciada tem estimulado a elaboração de trabalhos que buscaram dimensionar e entender a relação entre *disclosure*(divulgação de Informações) e governança corporativa, o impacto do nível de governança no custo do capital e a influência do nível de governança no valor de mercado, são algumas das perspectivas trabalhadas por LANZANA (2004), MAZER (2007) e PITZER (2011), respectivamente.

De maneira geral, a oferta de maiores níveis de transparência tende a diminuir os Conflitos de Agência, e pressupõe que as empresas ao adotarem essa política tende a transparecer os possíveis riscos a ela associados. Esse fato pode tornar-se um ponto crucial no momento de decidir qual a melhor opção para alocação de recursos por parte dos investidores. A crescente busca por títulos das companhias pertencentes a esse tipo de segmento, ocasionará melhor precificação das ações em comparação às que não pertencem.

Neste sentido, este trabalho tem como orientação a seguinte pergunta: **qual é a relação entre a governança corporativa e a criação de valor para os acionistas no mercado acionário brasileiro?**

1.2 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é analisar a relação entre a governança corporativa e a criação de valor pelas empresas para seus acionistas no mercado brasileiro de capitais entre os anos 2008 e 2012.

1.2.1 Objetivos Específicos

- Investigar a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas abertas listadas na BM&FBOVESPA.
- Analisar o retorno das ações e a distribuição de dividendos das empresas abertas listadas na BM&FBOVESPA.
- Relacionar a criação de valor para os acionistas com os segmentos de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

1.3 Hipóteses

A criação do Novo Mercado, segmento específico para negociação de ações de empresas que apresentam maiores níveis de Governança Corporativa, na Bolsa de valores de São Paulo, tem a premissa de que as empresas que apresentem maior transparência aos investidores, BM&FBOVESPA (2009). Maiores níveis de transparência podem motivar a procura por ações que disseminam tal prática no mercado acionário. Para analisar tal fenômeno foi utilizado um indicador que relaciona o valor de mercado das empresas com o valor patrimonial, o *Market-to-Book*. Com base nisso, apresenta-se a primeira hipótese de pesquisa.

H_1 – Empresas listadas em segmentos mais altos de Governança Corporativa, apresentam maior índice Market-to-Book.

Os Investidores quando procuram alocar recursos no mercado de capitais, geralmente, buscam auferir retornos maiores que títulos de renda fixa, BM&FBOVESPA (2009). Empresas listadas nos segmentos de Governança Corporativa não só melhoram a precificação das ações pela crescente busca por parte dos investidores, como interagem com seus usuários ofertando-lhes maior abertura na tomada de decisões (SILVEIRA, 2003). A distribuição de dividendos pode tornar-se um fator determinante na hora de selecionar um ativo no mercado de

capitais e podem contribuir para um maior retorno financeiro, tornando uma ação mais atrativa.

H_2 - Empresas listadas em segmentos de mais altos de Governança Corporativa apresentam maior índice de Dividendo *Payout*.

1.4 Justificativa

A governança corporativa nos últimos quinze anos tem sido um tema presente e discutido tanto no meio acadêmico, quanto no ambiente corporativo. Esse novo modelo de gestão com um Conselho de Administração mais atuante, divulgando mais informações ao mercado e sendo estas formatadas em padrões unificadores e confirmadas pela presença de auditoria independente tem impactado o mercado de capitais de modo positivo, ocasionando maior credibilidade e transparência por parte das empresas, BRANDÃO (2004).

No meio acadêmico a percepção dessa cultura que sobressai às barreiras legais, que tratam de questões como divulgação de informações e apresentam abruptas mudanças nos cargos dos altos executivos, tem gerado bastante interesse pelas disciplinas afins, principalmente quando se trata de finanças. O tema tem ganhado grande atenção, notadamente, por importantes organizações do mercado de capitais nacional além motivar o surgimento de estudos acadêmicos que buscam apresentar e entender peculiaridades da governança corporativa nas empresas de capital aberto no Brasil, BRANDÃO (2004).

O surgimento de trabalhos norteados por essa nova perspectiva informacional busca entender quais são os principais beneficiados desse modelo de divulgação de informações e qual é a abrangência de seu escopo, OKIMURA (2003). A ruptura do velho modelo de gestão, baseado em tradicionais laços familiares, tem sido sucedida pela profissionalização dos executivos administradores de fora, tendo em vista que a continuidade das corporações atuais ultrapassam os limites familiares.

Um novo modelo de gestão passou a ser adotado, também podendo ser configurado como o estreitamento de interesses entre os principais atores do negócio: o Agente e o(s) Principal(s). No desenvolvimento dessas práticas de gestão houve mudanças significativas no controle e execução dos negócios. Algumas dessas mudanças foram muito significativas, provocando rupturas e divergências nos interesses dos acionistas e controladores, desde então tem sido desenvolvido

um conceito denominado Conflitos de Agência. Os Problemas de Agência surgem quando há assimetria de informações, geralmente, entre os proprietários e executivos (Kayo e Famá, 1997).

Este presente trabalho apresenta-se como uma tentativa de investigar a adesão de empresas que praticam maiores níveis de governança corporativa e busca mensurar o valor por elas criado. Silveira (2003) identifica uma forte possibilidade de que empresas com estruturas de governança corporativa moldada pelas práticas recomendadas pelo mercado possam alcançar melhores resultados e que também são melhores avaliadas pelo preço de suas ações.

No universo disponível de informações realizou-se um recorte nas companhias que negociam suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo nos segmentos Tradicionais, Nível 1 e 2 de Governança Corporativa e no Novo Mercado, entre os anos de 2008 a 2012. Esse trabalho se justifica pela análise das ações negociadas na BM&FBOVESPA identificando qual o segmento que mais contribui para a criação de valor. A Governança Corporativa trata-se de um marco no mercado de capitais, onde as informações estão mais disponíveis aos usuários e confirmam maior preocupação em equilibrar os interesses dos gestores e *stakeholders*.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

No final do século XX surgiu no continente europeu os primeiros movimentos das sociedades anônimas que ofertavam maiores volumes de informações, nascendo ali o que se conhece como Novo Mercado, mais precisamente em 1997, com a criação na Alemanha do *Neuer Markt*. A ideia da adoção de maiores níveis de transparência tomou conta do mercado e passou a ser difundido em outros países, tais como Portugal, Itália e Espanha (BATISTELLA *et al.* 2004, p.1).

A ideia de alinhar os interesses dos principais envolvidos numa companhia faz crer que a existência de mecanismos legais, que promovam a proteção dos direitos dos agentes envolvidos possibilitem maior crescimento e valorização dos mercados, tendo em vista maior disposição dos investidores para o financiamento das empresas.

As corporações passaram a enxergar maiores benefícios com a abertura de mais informações, tanto nos seus modelos de negócios quanto no mercado, e se comprometeram de ir mais além das exigências legais com o objetivo de conquistar maiores volumes de capitais. A partir desse momento passaram a difundir um novo modelo de gestão, com um padrão mais elevado de transparência nos negócios, representados, principalmente, pelo Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal.

Associado a esses três pilares que sustentam a gestão dessas corporações modernas, torna-se necessário um conjunto de informações fiéis à realidade empresarial, e auditadas por empresas externas, que corroboram a essa nova prática. Esse novo modelo apresentado transborda muito mais que transparência, carrega junto consigo princípios e valores éticos essenciais para sobrevivência numa economia dinâmica e imprevisível. Também carregam consigo a ideia de harmonização, ou até mesmo uma padronização, dos procedimentos contábeis e seus demonstrativos financeiros. A disponibilidade de um maior fluxo de informações relevantes aos usuários, de maneira geral, permite aos minoritários e credores avaliarem se seus direitos estão sendo alinhados aos administradores executivos.

No Brasil a criação do Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, tivera início no começo século XXI, na Bolsa de Valores de

São Paulo, estimulou empresas a adotarem maiores níveis de *disclosure* e governança. Lanzana (2004, p. 1) entende que: “o *Disclosure* possui a função de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores”.

Os segmentos especiais, no Brasil, Foram criados no início da última década tendo em vista o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais, para isso era preciso adequar segmentos especiais aos diferentes necessidades das empresas. Todos os segmentos criados respeitam as rígidas regras de governança corporativa, tais regras ultrapassam a necessidade da lei das S.A's, fato que pode contribuir para uma melhor avaliação das companhias que aderem voluntariamente aos novos segmentos criados. (BM&FBOVESPA, 2013).

Para melhor exemplificação das principais características dos segmentos encontrados na BOVESPA, foi adaptado informações no quadro abaixo:

Quadro 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem

Segmento	Percentual de ações em circulação - Free Float	Distribuições pública de ações	Obrigações do conselho de administração	Demonstrações Financeiras	Divulgação adicional de informações	Concessões de Tag Along
Novo Mercado	No mínimo 25% de Free Float	Esforços de dispersão acionária	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisições de ações companhia	Traduzidas para o Inglês	Política de negociações de valores mobiliários e código de conduta	100% ações ON
Nível 2						100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% Para PN (até 09/05/2011)
Nível 1	Não há regra	Não há regra	Não há regra	Conforme legislação	Não há regras	80% para ações ON
Tradicional						80% para ações ON

Fonte: Adaptação do site da BM&FBOVESPA (2014)

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC foi criado como um instrumento que avalia e desenvolve estudos que potencializam e disseminam esse modelo novo de gestão e suas práticas. A partir de sua criação passou a ser

debatido em fóruns e pesquisas de âmbito institucional quais melhores práticas de governança poderão ser utilizadas.

A elaboração das demonstrações contábeis em consonância com os padrões internacionais e a participação de auditoria independente, como um agente propulsor, ratifica as informações apresentadas. Para isso, foi criado pelo IBGC um módulo que transmita algumas premissas básicas para as corporações que desejarem utilizar esse novo modelo de gestão, desde então formataram o que, convencionalmente, se chamou de “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

Pode-se listar alguns dos benefícios trazidos às empresas que decidiram lançar informações adicionais ao mercado: maior credibilidade; ações mais líquidas; aumento no volume das transações; atração de investidores em potencial e redução dos conflitos de agência, estes são alguns dos fatores que, possivelmente, motivaram as companhias a adotarem melhores práticas de governança.

“A primazia pela qualidade das informações prestadas e a consolidação dos direitos societários fragmentam as incertezas, proporcionando aumento da confiança e disposição dos investidores na aquisição de ações das companhias”, Novo Mercado (2009). A inserção de maior quantidade e qualidade de informações de modo tempestivo, consistente e pontual para o mercado em geral, de modo linear a todos os seus usuários, é bem vista e pode ser identificada como uma forma de igualdade de direitos (LANZANA, 2004).

Também, no Brasil tem-se a existência do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, fundado em 1995, que nasceu como um dos objetivos a disseminação de novas práticas de gestão no mercado nacional. Além do IBGC temos alguns órgãos que incentivam as práticas de melhores níveis de governança, dentre eles podemos citar a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, juntamente com a Bolsa de Valores de São Paulo.

No final do ano 2000, foram criados pela BM&FBOVESPA os Níveis de Governança Corporativa (nível 1, nível 2 e o Novo Mercado), classificando-as de acordo com o grau de compromissos por elas assumidos. Estes segmentos especiais têm como principal objetivo emoldurar empresas que apresentam maiores níveis de transparência e governança, não havendo restrições quanto ao tamanho e setor de atuação. Ainda que sejam bastante semelhantes os fundamentos que

formatem as empresas a adotarem esses novos padrões de transparência, existem algumas diferenças.

Ao Novo Mercado foi direcionada a listagem empresas que venham abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados 1 e 2 integram as empresas que já possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e se enquadram nos critérios estabelecidos [...]. A criação desses segmentos objetivou garantir equilíbrio de direito entre os administradores e os proprietários com adoção de novas regras societárias (NOVO MERCADO, 2009).

A adesão ao Novo Mercado é voluntária e formalizada a partir da assinatura de um contrato firmado entre a companhia, controladores, administradores e a própria BM&FBOVESPA. Após a formatação e assinatura do contrato as partes têm por dever cumprir o regulamento que norteia a política criada para implantação do Novo Mercado.

Não há restrições quanto ao tamanho ou setor de atuação da empresa, toda companhia que utilize de boas práticas de governança corporativa e se enquadre nos critérios estabelecidos pode ter suas ações negociadas neste segmento (NOVO MERCADO, 2009). Em casos de conflitos que possam surgir os sócios deveram resolver de forma arbitrária, para esses casos foi criada pela Bolsa de Valores de São Paulo, em meados de 2001, a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Desde a implantação do Novo Mercado é nítida a procura, por parte das companhias, em participar desse novo segmento, por meio de observações estáticas podemos identificar um movimento de empresas que abriram capital e já integram este índice. Certamente, uma empresa participante receberá uma atenção e tratamento especial por parte de investidores, credores entre outros.

Apresentando informações a mais das que são exigidas, como determina a legislação, as corporações integrantes do Novo Mercado facilitam para os *stakeholders* o acompanhamento e a fiscalização dos atos oriundos da administração e de seus controladores. A existência dos conflitos de interesse entre gestores e a gentes minoritários é praticamente inevitável de ocorrer, e pela sua relevância tornou-se um assunto bastante difundido no meio acadêmico e empresarial. O modelo de GC insere-se nessa temática como um conjunto de mecanismos internos e externos que objetivam a harmonização entre os principais agentes envolvidos facilitando o acompanhamento dos principais atos (SILVEIRA, 2002).

O mercado de capitais brasileiro tem motivado diferentes públicos na busca por informações, e esses níveis diferenciados de governança corporativa pode tornar-se um marco norteador no momento de decisão na hora de alocar recursos. Observando essa perspectiva Macedo (2006 p. 2) indica que: “[...] aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, criou-se a expectativa de as empresas ao aderirem a estas novas regras teriam como consequência a redução do seu grau de risco, e que isto seria percebido pelo mercado”.

A BOVESPA tem chamado cada vez mais atenção pelo seu portfólio de notícias e movimentos, tal fato pode ser evidenciado pela gama de trabalhos acadêmicos e científicos desenvolvidos nessa área, como também pelas inúmeras reportagens lançadas nos principais veículos de comunicação. Trabalhos como os de Silveira (2002, 2004), Rogers (2006), e Quental (2007) buscam dimensionar e entender causas, efeitos, determinantes e desempenho e valor das entidades que aderiram aos níveis diferenciados na BM&FBOVESPA. Mazer (2007) e Pitzer (2011), por sua vez, buscaram evidenciar o impacto causado no custo de capital e a influência no valor de mercado quando se adota maiores níveis de governança. Batistella et al (2004) foi um dos que obtiveram resultados significativos observando a relação entre maior nível de transparência e criação de valor.

2.2 Criação de valor

Desde o século XX, no desenvolvimento do conhecimento tanto científico quanto empírico, percebeu-se que um dos maiores desafios do *homo economicus* é a decisão de qual é a melhor forma de alocar recursos de poupança, tendo em vista a dificuldade e escassez de recursos econômicos e as incertezas quanto ao futuro, embutidos por diferentes graus de aversão ao risco dos agentes econômicos.

Desde então, arquitetou-se a construção da ideia de que uma parcela da solução para este desafio enfrentado pelas companhias modernas, estaria presente na transparência e na divulgação de maiores volumes de informações. Objeto este limitado apenas aos detentores de conhecimento específico utilizado na preparação e elaboração das demonstrações financeiras.

A necessidade de crescimentos e consolidação nos mercados globais estimulou grandes empresas a recorrerem ao mercado de capitais, como uma das formas de captar recursos. Criação de novas tecnologias, aumento na produtividade,

economias de escalas, geração de riqueza e obtenção de recursos menos onerosos foram alguns dos principais fatores que motivaram as companhias a adentrarem no mercado de bolsa para financiar seus projetos.

Entretanto, não foi tão simples assim prospectar investidores e poupadores dispostos a ‘abraçar a causa’ sem conhecimento específico ou mais aprofundado das reais intenções dos administradores e controladores para com a utilização de seus recursos. Silveira (2002) defende que o desenvolvimento do mercado de capitais foi determinante para o crescimento das empresas, este último passou a ser uma das principais fontes para o financiamento de algumas atividades operacionais e de expansão. Tal fato proporcionou um ambiente prospero para as empresas fazendo surgir um conceito de “Grande Corporação Moderna”.

Essa grande corporação moderna evidencia um rompimento cultural antes baseado nas tradições familiares, detentora e controladora da estrutura de uma ou mais empresas. O surgimento das companhias modernas apresenta como uma das principais características a pulverização da composição acionária, esse fato tornou-se um dos pontos mais decisivos e conflitantes no cenário atual.

Essa ruptura de um sistema empresarial baseado na estrutura familiar dá lugar a um novo modelo de gestão, onde os proprietários não necessariamente serão os executivos. Outra característica fundamental é a divulgação de informações ao público, fato antes restrito apenas aos principais executivos e gestores tomadores de decisões. A separação entre controle e propriedade reflete não somente na atual dinâmica empresarial, mas também em questões de ordem cultural.

Chama-se um pouco mais de atenção para esse novo conceito denominado acima que o autor destaca como ‘grande corporação moderna’, essa concepção mais atual da estrutura empresarial afirma que proprietários e gestores podem não desempenhar as mesmas funções. Nessa perspectiva, desenvolvida com maior regularidade no meio acadêmico, há maiores chances de aumento dos níveis de assimetria das informações ocasionando os conflitos de agência.

Sempre que houver indícios da existência de distorções nos níveis de informações, os problemas de agência são quase que inevitáveis. Estes surgem quando o agente que deveria trabalhar sempre no melhor interesse do principal, buscando maximizar a operacionalização e os recursos da empresa, tende a agir de modo contrário e atua em busca dos seus próprios interesses.

Em consonância com a ideia de que a separação entre controle e propriedade pode inflamar problemas de agência, Okimura (2003, p. 3) indica baseado por meio de abordagens lançadas por Shleifer e Vishny (1997), que a criação de regras institucionais legais e econômicas para utilização de um conjunto de mecanismos de governança corporativa, tende a equilibrar a relação entre administradores e acionistas. Esse novo formato de gerir baseado numa grande oferta no volume de informações concatena com maiores níveis de transparência.

De modo mais generalista tais fatos indicam que empresas que adotem uma estrutura de governança corporativa mais próxima das recomendadas pelos principais agentes de mercado, possivelmente, poderá obter melhores resultados e também sejam melhores avaliadas na precificação de suas ações. Já as corporações que não busquem seguir esses padrões poderão sofrer no momento de avaliação de seus ativos. Deste modo, transparece que uma adequada estrutura de governança corporativa que acompanhe as necessidades do mercado contribua diretamente no desempenho e valor de mercado (SILVEIRA, 2002).

A predisposição dos agentes em injetar recursos nas companhias será proporcional ao grau de aplicação de ferramentas, por parte dos principais, que objetivem alinhar os interesses de ambos e ao mesmo tempo protejam os minoritários contra a expropriação por parte dos gestores e controladores. Uma das principais ferramentas utilizadas pelos *stakeholders* para observar os atos relevantes das companhias se dá pelo acompanhamento dos pronunciamentos do Conselho de Administração.

Ao Conselho é designada a função de controlar e aprovar as decisões da alta gestão. Esse é um dos instrumentos que podem ser utilizados pelos minoritários, além dos demonstrativos financeiros, para observarem as projeções e se há melhoria nos resultados e, conseqüentemente, maior criação de valor e garantias para seus investimentos.

Empresas que apresentam maiores níveis de transparência e empregam mecanismos diferenciados de governança com o objetivo de diminuir os conflitos de interesses entre administradores e proprietários, geralmente, são bem quistas pelos investidores. Volumes maiores e mais detalhados de informações no mercado, sobre os principais atos administrativos e demonstrações financeiras, e a adoção de padrões que unifiquem uma mesma linguagem econômico-financeira poderá instigar

poupadores a adquirir as ações da companhia, contribuindo para uma melhor precificação das ações.

A harmonização e adoção empresarial de uma linguagem homogênea compreendida por entidades reguladoras, investidores, analistas, auditores e usuários de informações contábeis, independente de localização e origem fortaleceu a imagem das empresas. Tal fato também contribui para o acompanhamento das principais mudanças e desempenho da situação econômica e financeira da empresa, a comparabilidade das informações ficou facilitada e o desempenho das organizações ficou mais evidente.

No cenário atual onde a transferência de recursos rompe barreiras geográficas a unificação de uma linguagem contábil torna-se um fator decisivo na prosperidade das empresas que negociam suas ações no mercado. Uma tratativa para prospecção de investimentos alternativos e distintos é a oferta de informações em maior volume e com melhor qualidade. No Brasil os investidores e credores podem buscar informações de empresas de capital aberto no *site* da BMF&BOVESPA a partir das ferramentas lá disponíveis.

As demonstrações financeiras são um dos principais instrumentos utilizados para avaliação de uma empresa no cenário ou segmento que ela atua. Podem ser utilizados indicadores para se analisar fluxos de caixas futuros, o grau de endividamento em que aquela corporação encontra-se, a destinação das receitas nos investimentos, a operacionalização de suas atividades, tudo isso podendo ser realizado por meio de comparações e analogias.

As companhias abertas que participam da Bolsa de Valores de São Paulo integram os índices de negociações conforme algumas características específicas, seja por setor de atuação, volume de negociações, valor das ações, liquidez, volume de informações divulgadas, auditoria independente, dentre outros. Esses índices costumam reunir empresas com características semelhantes, o índice de Governança Corporativa, por exemplo, de modo geral, enquadra empresas que divulgam um maior número de informações no mercado.

A utilização de indicadores contábeis, coletados a partir dos relatórios auditados e publicados nos principais veículos de comunicação e *softwares* específicos, serve para nortear quais as melhores opções de aquisição de ações. Entretanto, a utilização de alguns indicadores irá depender do grau de disposição ao risco conforme o perfil do doador de recursos.

O LPA – O LPA tem com premissa indicar quanto do lucro obtido corresponde a cada ação.

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de Ações}} \quad (1)$$

Quando se trata de dividendos pode se utilizar indicadores específicos para potencializar um possível retorno auferido pelos investidores. O Primeiro deles é o *Payout* que indica a parcela percentual apurado do lucro líquido que será distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio. Pode ser entendido como a divisão dos dividendos por ação pelo lucro por ação. Para Vancin (2013), significa: "a taxa de distribuição de lucros através da sua política de dividendos".

$$Payout = \frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro líquido}} \quad (2)$$

Uma das prerrogativas apontadas nesse trabalho afirma que maiores níveis de governança corporativa tende a ocasionar uma melhor precificação das ações, desse modo, poderemos utilizar o indicador *Market-to-Book*. Esse índice estima a razão entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial. O valor patrimonial corresponde ao patrimônio líquido pelo número de ações, já o valor de mercado equivale ao valor da ação no mercado (SILVA, 2013).

$$\text{Market} - \text{to} - \text{book} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor de Patrimonial}} \quad (3)$$

Em consonância com o índice Market-to-Book utilizou-se o indicador P/L ou Preço/Lucro. O P/L pode ser identificado pela divisão entre o preço da ação e o lucro da ação em determinado período. Esse índice evidencia o tempo de retorno do investimento aplicado em anos (MARINHO, 2013).

$$\textit{Tempo de Retorno} = \frac{\textit{Preço da Ação}}{\textit{Lucro por Ação}} \quad (4)$$

A utilização de indicadores técnicos, contábeis, e de bolsa tem por objetivo nortear a pesquisa para alcançar resultados que comprovem que, quanto maior for os níveis das práticas de governança, maior será a criação de valor para o acionista. A observância será por meio de ferramentas estatísticas para comprovar se realmente essa perspectiva de maiores níveis de transparência e aproximação dos processos decisórios aos minoritários reflete na criação de valor.

3 METODOLOGIA

Essa pesquisa tem como objetivo analisar os efeitos e movimentos ocorridos nos indicadores contábeis e de mercado das ações das empresas que aderiram, voluntariamente, a algum segmento de Governança Corporativa em comparação com o mercado tradicional na BOVESPA. Esta pesquisa foi realizada de forma predominantemente quantitativa e descritiva, com base em procedimentos estatísticos. A coleta dos dados foi realizada por meio do software Economatica. O estudo possui um caráter hipotético dedutivo uma vez que busca trabalhar a experimentação para confirmação das hipóteses.

Foram realizadas pesquisas bibliográficas em livros com o objetivo de melhor interpretar os indicadores utilizados, proporcionando informações suficientes para uma primeira análise dos índices. Também foram realizadas pesquisas em artigos e teses de mestrado e doutorado, nas quais pesquisadores se debruçaram nas diversas formas em que a Governança Corporativa pode influenciar o ambiente empresarial e social.

Todos os dados coletados na Economatica foram trabalhados por meio de fórmulas a fim de se obter as informações que sustentem a pesquisa, ainda que não a confirme. A partir de informações financeiras fornecidas foram formatados alguns dos principais indicadores, específicos de mercado, tais como:

- Níveis de Governança Corporativa

No Brasil, a maioria dos sócios das empresas são controladores e não, necessariamente, desempenham a atividades de executivos. A estrutura de propriedade quando concentrada em grandes acionistas pode ser positivo na medida em que eles se preocupem não apenas com a maximização dos lucros, mas, também, com o desempenho das atividades. Entretanto, alguns sócios majoritários poderão pressionar os executivos a extraírem benefícios privados contrários aos demais investidores. Alguns estudos recentes contribuem para a ideia de que há relação positiva entre a influência na estrutura de propriedade sobre o valor corporativo (SILVEIRA, 2008).

- Valor de Mercado = *Preço da ação x nº de ações*

A análise do valor de mercado pode indicar, em alguns casos, a atratividade da empresa perante o mercado. A Governança Corporativa se insere em

consonância com o estudo do valor de mercado a partir de indícios que empresas possam ser impactadas positivamente a partir da adesão de novas práticas de gestão (PITZER, 2011).

$$\text{Ativo total} = \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante} \quad (1)$$

Os ativos tem a finalidade de promover benefícios futuros que serão obtidos e/ou controlados por uma entidade em particular sendo resultado de eventos ou transações passadas. No decorrer das atividades operacionais a expectativa sobre a utilização dos ativos é gerar benefícios de natureza econômica e financeira (FASB, 1980).

$$\text{Market} - \text{to} - \text{book} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor de Patrimonial}} \quad (2)$$

É um indicador que expressa a razão entre o Valor de Mercado de uma empresa e seu valor contábil, tal indicador transmite se a valorização de seus ativos em comparação ao seus dados contábeis (LOUZADA, 2003). Pode ser interpretado se uma empresa está cara ou barata em relação ao seu valor patrimonial.

$$\text{Tempo de Retorno} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro por Ação}} \quad (3)$$

Principal balizador das decisões. São ganhos gerados por um ativo em certo tempo. Compreende as entradas de caixa e valorização do ativo (GITMAN, 2004). Pode ser evidenciado como o valor auferido em porcentagem do quanto foi investido.

$$P/L = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro por Ação}} \quad (4)$$

O Preço da ação dividido pelo Lucro por Ação pode ser interpretado como o tempo decorrente para o resgate de um investimento inicial, mantendo-se inalterados os níveis de benefícios. Também, pode ser analisado como uma medida para comparar o preço de ações, evidenciando o quão foi pago para cada unidade monetária de benefício por uma ação (MARTINEZ, 1999). Esse indicador pode ser analisado como o período de tempo que o investidor terá para resgatar o seu investimento inicial.

$$Dividendos\ Payout = \frac{Dividendos\ Pagos}{Lucro\ líquido} \quad (5)$$

Este indicador evidencia o percentual apurado do lucro líquido, sendo este distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio. Pode ser entendido como a divisão dos dividendos por ação pelo lucro por ação (VANCIN, 2013). Os dividendos podem ser identificados como uma boa oportunidade de auferir recursos, além da valorização das ações, tornando-se um ponto bastante analisado no mercado de capitais.

A análise desses indicadores tem como premissa entender e tentar explicar o comportamento da amostra a partir de um recorte temporal no período de 2008 a 2012. A população da amostra foi composta pelas por companhias abertas listada nos segmentos tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado negociados na BMF&BOVESPA. De acordo com a BMF&BOVESPA (2013) os níveis diferenciados de GC são formados por empresas que lançam informações além daquelas exigidas no mercado, desse modo, são classificadas em três níveis específicos.

O próximo passo após a coleta dos dados na Economática foi à tabulação dos dados em planilhas de Excel. Foram separadas empresas listadas no mercado tradicional, Novo Mercado, nível 1 e 2 de Governança Corporativa em sequência crescente por anos.

Listou-se o índice a índice, ano a ano, analisando a média e mediana de cada indicador com o auxílio da ferramenta *Excel*, para isso utilizaram-se testes de médias, Teste T *Student*, para avaliar se as hipóteses levantadas serão confirmadas ao final do estudo. A tabulação em planilha de *Excel* forneceu estrutura necessária para identificar os movimentos das médias nos períodos investigados.

Contudo, a existência de *outliers* tornou a amostra bastante heterogênea fato que dificultou um pouco a análise das médias, para isso utilizamos a estatística da

mediana como balizador para identificar os movimentos dos dados das empresas. A mediana apresenta-se como uma medida mais fiel, nesse caso, para a amostra em estudo.

A utilização de ferramentas comparativas e procedimentos estatísticos descritivos nos possibilitam identificar e mensurar as informações geradas, ocasionando uma análise mais precisa dos dados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nos resultados foi realizada uma análise comparativa entre as medianas dos segmentos citados, de forma descritiva, observando se as hipóteses lançadas serão confirmadas. A média dos períodos dos indicadores selecionados não evidenciou a real situação, uma vez que na grande maioria dos casos houve fortes distorções nos dados das empresas, os chamados *outliers*.

Após uma análise descritiva e comparativa, num primeiro momento realizou-se um estudo por meio de testes de médias, fato que proporcionou a interpretação e comparação se há alguma relação positiva entre Governança Corporativa e criação de valor para os acionistas. Também fora observado a relação entre os segmentos de GC de modo comparativo para observar se há distorções ou semelhanças entre os mesmo.

4.1 Análise comparativa e descritiva das medianas

Nessa primeira análise das variáveis, observaram-se as médias e as medianas, de cada segmento, de modo comparativo e descritivo. As médias, nesse caso, poderão não refletir fielmente o que se espera devido a presença de *outliers* no universo da amostra. Desse modo, evidenciou-se a comparação e descrição das medianas e a média das medianas, para melhor observação do fenômeno pesquisado.

No período analisado, vivenciou-se um período de crise financeira instalada, primeiramente, no mercado Estadunidense e que se alastrou por todos os outros mercados, dentre as principais economias. O reflexo disso pode ser observado na estagnação dos números e, até em alguns casos, a recessão de alguns segmentos observados na BMF&BOVESPA. Alberton *et al* (2010) identificou que indiscriminadamente, todos os segmentos, inclusive os de GC foram afetados nesse período. Além do mais no período antecedente e posterior à crise foi identificado que os níveis diferenciados apresentaram melhores resultados que o MT (IBOVESPA).

Tabela 2 – Estatística da variável Valor de Mercado, por segmento em R\$

Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	1.146.649	1.741.073	2.385.755	1.755.221	2.169.709	1.839.681
Mediana	244.855	480.469	607.470	475.722	342.462	430.95
Nível 1						
Média	18.299.498	17.743.909	30.676.217	18.727.278	26.252.517	22.339.883
Mediana	5.368.006	4.458.345	8.009.590	7.809.057	7.715.630	6.672.125
Nível 2						
Média	1.544.108	2.727.678	7.950.453	5.976.496	6.361.679	4.912.083
Mediana	1.500.245	1.851.088	2.790.440	2.540.485	2.811.379	2.298.727
Novo Mercado						
Média	1.720.933	2.585.870	3.538.877	3.586.644	4.459.044	3.187.274
Mediana	597.041	1.372.128	1.644.422	1.779.490	2.581.875	1.594.991

Fonte: Dados coletados da pesquisa Economatica

Nessa primeira análise observou-se que, na mediana do período (2008 a 2012) é perceptível que há uma recuperação mais forte nos segmentos de GC em comparação ao MT, posterior crise financeira de 2008. Alberton *et al* (2010) afirma que em períodos de crise não há diferença significativa em relação a sensibilidade e conturbação do mercado por parte dos segmentos MT e GC, confirmando que a suscetibilidades e fraquezas atingem os segmentos de maneira homogênea.

Levando em consideração a recuperação das empresas negociadas nesses segmentos em destaque, podemos considerar, a partir da observação de suas medianas, que empresas listadas nos segmentos de GC apresentam maior índice Valor de Mercado.

As práticas de Governança Corporativa pressupõe maior segurança patrimonial e de valor para os acionistas, sendo estas características um dos pilares para adesão aos segmentos diferenciados na BMF&BOVESPA. Políticas de Gestão baseada em boas práticas determinadas pelo IBGC promove ao acionista a integridade da propriedade e seu devido retorno, assegurando-lhe o governo estratégico da companhia e monitoramento da administração (ALBERTON *et al*, 2010).

Tabela 3 – Estatística da variável Ativo Total, por segmento em R\$

Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	114.911.275	2.262.161	3.051.053	3.582.017	2.564.662	25.274.233
Mediana	40.086.207	946.103	1.014.788	1.181.754	928.612	8.831.492
Nível 1						
Média	90.991.444	87.785.921	90.474.336	94.441.423	109.868.714	94.712.367
Mediana	13.398.822	16.315.138	22.899.811	20.389.371	23.282.495	19.338.876
Nível 2						
Média	5.887.518	5.454.713	27.976.115	28.638.398	28.737.637	18.938.876
Mediana	6.198.880	4.514.124	5.001.872	5.927.905	5.684.512	5.465.576
Novo Mercado						
Média	3.175.203	2.206.193	3.385.531	3.966.580	4.605.731	3.467.847
Mediana	1.614.747	1.632.708	2.091.807	2.824.282	3.905.251	2.413.759

Fonte: Dados coletados da pesquisa Economatica

Na análise da mediana pode-se descrever que, possivelmente, o Mercado Tradicional tem tido uma sensibilidade às oscilações da crise econômica. Há de fato uma queda vertiginosa em relação aos dados apresentados, corroborando que sua recuperação pós-crise não tenha sido tão favorável em relação aos outros segmentos.

Já nos segmentos de Governança Corporativa, observando seus indicadores estatísticos, por meio da análise das medianas, constatou-se que a crise de 2008 não atingiu as empresas integrantes desse segmento de modo menos intenso. Pelo contrário, os dados evidenciam, em alguns casos, o crescimento do ativo em relação ao início do universo da amostra.

Tabela 4 – Estatística da variável <i>Market-to-book</i> , por segmento em R\$						
Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	0,56	1,98	2,05	0,84	0,99	1,28
Mediana	0,44	0,65	0,64	0,45	0,41	0,51
Nível 1						
Média	0,34	0,31	0,46	0,40	0,41	0,38
Mediana	0,27	0,27	0,35	0,27	0,30	1,46
Nível 2						
Média	0,31	0,60	0,58	0,49	0,65	0,53
Mediana	0,29	0,53	0,46	0,35	0,35	0,39
Novo Mercado						
Média	0,57	1,26	1,22	0,93	1,16	1,03
Mediana	0,43	0,96	0,84	0,59	0,71	0,71

Fonte: Dados coletados da pesquisa Econômica

O índice *Market-to-Book* evidencia a valorização da empresa em relação ao Valor do seu patrimônio, de fato pode ser alcançada a partir da razão entre o Valor de Mercado pelo Valor Patrimonial (LOUZADA, 2003). Tendo em vista a sensibilidade que o mercado pode ter passado no período da amostra há diferenças significativas em relação às medianas dos segmentos analisados como também em relação à média das medianas dos períodos.

A existência de valores distorcidos devido à presença de *outliers* comprometerem o cálculo da média, desse modo, foi analisada tanto as medianas quanto a média das medianas no período. Em ambos os casos é perceptível que os segmentos de GC Nível 1 e Novo Mercado se destacam com um maior índice *Market-to-Book* apresentando crescimento no período, constatando, possivelmente, uma maior procura por parte dos fornecedores de recursos em tomar ações de empresas integrantes desse segmento.

A comparação das medianas e das médias das medianas comprova a primeira hipótese da pesquisa de que empresas listadas nos segmentos de Governança Corporativa apresentam maior índice *Market-to-Book* do que as empresas integrantes do Mercado Tradicional.

Tabela 5 – Estatística da variável Retorno, por segmento em R\$

Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	-5,36	98,23	26,85	-6,30	2,53	23,19
Mediana	-29,93	73,35	7,44	-7,96	3,02	9,18
Nível 1						
Média	-41,02	127,65	7,21	-12,74	4,34	17,09
Mediana	46,64	87,45	10,15	-10,93	0,30	26,72
Nível 2						
Média	-51,45	129,04	22,95	-3,90	35,47	26,42
Mediana	-52,92	126,17	17,54	-7,46	24,69	21,60
Novo Mercado						
Média	-56,28	178,5	24,74	-16,43	33,72	32,85
Mediana	-62,36	157,9	16,73	-19,31	36,71	25,93

Fonte: Dados coletados da pesquisa Economatica

O Retorno é um indicador bastante utilizado por analistas e investidores na hora de alocar recursos numa corporação. Este indicador evidencia o os ganhos gerados por um ativo em determinado período de tempo específico. Pode ser entendido como as entradas de caixa e valorização do ativo (GITMAN, 2004). A formulação desse índice evidencia a proporção do lucro distribuído pelo preço da ação.

Nesse indicador na maioria dos segmentos analisados apresentaram dados negativos, possivelmente as empresas tiveram prejuízos nesse período. De maneira geral melhoras significativas foram percebidas no ano consecutivo, ainda que no exercício de 2011, os resultados voltaram a negativar os números.

O Retorno da ação de uma empresa é um dos indicadores que pode ser utilizado como instrumento para avaliar a criação de valor para fornecedores de recursos. Desse modo, percebe-se que os segmentos de GC apresentam melhoras tanto nas medianas quanto nas médias das medianas em relação ao MT, tanto na recuperação pós-crise, quanto no percentual de retorno aos investidores.

Tabela 6 – Estatística da variável Tempo de retorno (P/L), por segmento em R\$

Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	15,32	5,54	9,18	9,16	6,23	9,09
Mediana	9,78	7,34	8,85	8,39	8,27	8,53
Nível 1						
Média	9,73	16,12	7,88	16,88	-10,86	7,95
Mediana	5,60	11,96	11,06	9,51	8,33	9,29
Nível 2						
Média	9,23	124,98	16,29	71,92	223,81	89,21
Mediana	4,88	14,91	11,32	7,51	11,21	9,97
Novo Mercado						
Média	9,33	-13,62	13,25	-463,11	16,61	-87,51
Mediana	7,72	16,53	12,63	11,18	13,05	12,22

Fonte: dados coletados da pesquisa Economatica

O Preço/Lucro também é tido como um indicador imprescindível no momento de alocar recursos, principalmente, em produtos financeiros de renda variável. A recuperação de que foi aplicado pode tornar-se decisivo no momento de decisão e escolha, de maneira geral quanto menor, melhor. Esse índice pode ser interpretado como o tempo decorrente para o resgate de um investimento inicial, também pode ser analisado como uma medida para comparar o preço de ações, evidenciando o quanto foi pago para cada unidade monetária de benefício por uma ação (MARTINEZ, 1999).

No início do período da amostra, os segmentos de Governança Corporativa apresentaram um menor P/L em comparação com o Mercado Tradicional. Entretanto, observando o período como um todo, este indicador manteve-se constante. Enquanto os segmentos de GC apresentaram números variantes não mantendo uma homogeneidade no tempo de retorno observado.

Num período de crise, como foi observado acima, esse indicador torna-se decisivo com as incertezas quanto ao futuro dos mercados, uma vez que a crise se instalou nas principais economias em cenário mundial. Nesse caso, o quanto antes puder obter o retorno do seu investimento mais atrativo poderá se tornar um ativo.

Tabela 7 – Estatística da variável *Payout*, por segmento em R\$

Estatística	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Tradicional						
Média	-4,64	-0,33	-0,29	-0,36	-0,39	-1,20
Mediana	-0,92	-0,27	-0,10	-0,20	-0,01	-0,30
Nível 1						
Média	-0,48	-0,58	-0,37	-0,60	-0,57	-0,52
Mediana	-0,32	-0,38	-0,31	-0,33	-0,34	-0,37
Nível 2						
Média	-0,31	-0,81	-0,47	-0,47	-0,86	-0,58
Mediana	-0,45	-0,45	-0,34	-0,41	-0,40	-0,41
Novo Mercado						
Média	-0,32	-0,35	-0,36	-0,46	-0,26	-0,35
Mediana	-0,20	-0,25	-0,25	-0,24	-0,18	-0,22

Fonte: Dados coletados da pesquisa: Economática

No mundo corporativo a principal finalidade das atividades empresariais com fins lucrativos, é gerar recursos e expandirem-se nos mercados, ofertando produtos e/ou serviços. Há algumas maneiras para os fornecedores de recursos, em especial, de auferir ganhos além da valorização dos ativos. Os dividendos é uma das formas onde pode obter-se retornos e gerar criação de valor para investidores. No mercado de capitais há uma boa forma de identificar o quanto do lucro pode ser distribuído sobre a forma de dividendos, por meio da análise do *Payout*.

Este indicador demonstra o percentual apurado do lucro líquido, num exercício, e que pode ser distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio. Este índice por ser alcançado pela divisão dos dividendos por ação pelo lucro por ação (VANCIN, 2013).

No período em evidência, todos os setores apresentaram tanto médias quanto medianas negativas. Tal fato não pode ser explicado de maneira tão genérica, tendo em vista que algumas empresas pode optar pela não distribuição de dividendos em alguns exercícios, como possível proteção de recursos em períodos de crise. Sendo assim, não foi possível identificar melhor segmento quanto se tratado de Dividendos *Payout*, uma vez que ambos os segmentos apresentaram números bastante homogêneos no período em evidência.

4.2 Análise dos testes de médias

Nesta análise foi considerado o nível de confiança ($1 - \alpha$) do Teste T. Como significância (α) mínima, adotou-se um valor de 10% ($\alpha = 0,10$). Portanto, para que as médias das variáveis de cada segmento de governança corporativa fossem consideradas estatisticamente iguais. O nível de confiança deveria ser igual ou superior a 0,90. Quando menor que esse valor, pode-se dizer que há indícios de diferenças de médias entre os segmentos de governança.

Tabela 1 – Resultado dos Testes de Médias (2008 – 2012)

Ativo Total		Market-to-Book		Retorno da Ação	
Segmento	Confiança	Segmento	Confiança	Segmento	Confiança
T x N1	0,000	T x N1	0,0001	T x N1	0,2837
T x N2	0,0317	T x N2	0,0010	T x N2	0,1281
T x NM	0,0018	T x NM	0,1653	T x NM	0,0588
N1 x N2	0,0001	N1 x N2	0,0105	N1 x N2	0,7447
N1 x NM	0,0000	N1 x NM	0,0000	N1 x NM	0,8000
N2 x NM	0,0402	N2 x NM	0,0000	N2 x NM	0,8916
P/L		Valor de Mercado		PayOut	
Segmento	Confiança	Segmento	Confiança	Segmento	Confiança
T x N1	0,8030	T x N1	0,0000	T x N1	0,0304
T x N2	0,1468	T x N2	0,0184	T x N2	0,0115
T x NM	0,3220	T x NM	0,0000	T x NM	0,6242
N1 x N2	0,1542	N1 x N2	0,0000	N1 x N2	0,5593
N1 x NM	0,3166	N1 x NM	0,0000	N1 x NM	0,0610
N2 x NM	0,1207	N2 x NM	0,1434	N2 x NM	0,0224

Fonte: Dados coletados na Economática

Na análise dos testes de médias levou-se em consideração se há, de fato, alguma semelhança entre as médias dos períodos em evidência. De acordo com a Tabela 1, foi realizado o Teste T de comparação de médias e indicou que há cerca de 4,02% de chances de a média do Ativo Total das empresas listadas no segmento de governança Nível 2 ser igual à média das empresas do Novo Mercado, no

período de 2008 a 2012. Portanto, considerado um nível mínimo de confiança de 90%, pode-se dizer que as médias são estatisticamente muito diferentes.

A análise do *Market-to-Book* ficou perceptível pelos dados da amostra na Tabela 1 que há, também, pouca probabilidade de semelhança entre os segmentos analisados. Entretanto, observou-se que o percentual de aproximação máxima é de 16,53%, em relação ao Ativo Total há um crescimento gradativo, porém ainda muito distante de obter-se uma paridade entre os segmentos em destacados. Para que as médias das variáveis fossem consideradas estatisticamente iguais o nível de confiança deveria ser igual ou superior a 0,90.

O índice do Retorno da Ação apresentou maior paridade entre os segmentos de Governança Corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Com um percentual de semelhança na casa dos 80%, os segmentos apresentam um retorno mais homogêneo, em comparação ao mercado Tradicional.

O tempo de retorno do capital investido, evidenciado pelo índice P/L apresentou no período de 2008 a 2012, levando em conta um nível de confiança de 90%, que as médias dos segmentos Tradicional e Nível 1 apresentam cerca de 80,03% de chance das médias serem iguais. Tal fato pode contribuir na hora de alocar recurso, tendo em vista o resgate do capital investido ser menor em comparação com os outros segmentos.

O Valor de Mercado de todos os segmentos, acima observados, não apresentou nenhuma paridade que possa se dar maior atenção, tal fato pode ser evidenciado pelo diversos tamanho das empresas em análise. A heterogeneidade das empresas no mercado de brasileiro de capitais listadas nesses segmentos pode proporcionar tamanha disparidade entre as médias, corroborando para distorções das médias tão altas.

Estatisticamente as empresas listadas nos segmentos Tradicional e de GC Nível 1 apresentam cerca de 62,42% de chance se serem iguais. O retorno sobre a forma de dividendos para os acionistas nesse segmento apresentam certa semelhança no período de 2008 à 2012. Os níveis 1 e 2 de GC mantêm uma média muito próxima em relação a esse indicador, apresentando um percentual de 55,93% de similaridade.

Portanto, conclui-se que, de maneira geral, os segmentos de GC apresentam médias mais próximas em relação a segmento Tradicional. Entretanto, há também alguns indicadores que aproximam mais o segmento Tradicional com algum

segmento de GC no período de 2008 a 2012. Contudo, para que as médias das variáveis de cada segmento de governança corporativa fossem consideradas estatisticamente iguais o nível de confiança deveria ser igual ou superior a 0,90 (90%).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar a relação entre Governança Corporativa e a criação de valor para os acionistas, por meio de indicadores específicos no mercado brasileiro de capitais, no período de 2008 a 2012.

Constatou-se, que os segmentos de GC apresentaram maior criação de valor identificados na análise dos índices Market-to-Book, o Retorno e Valor de Mercado em comparação com o Mercado Tradicional, os demais evidenciaram números bastante homogêneos. Empresas que utilizam de boas práticas de governança apresentaram, por meio dos dados coletados, indicadores mais consistentes e que poderão gerar maior criação de valor para os acionistas no mercado brasileiro de capitais.

Ao investigar a razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas analisadas, buscou-se identificar se o preço de uma ação está cara ou barata sendo alcançado por meio dos dados coletados no *software* Economática. Analistas financeiros observam esse indicador, em consonância com outros fatores e indicadores, para decidir qual o melhor momento de entrada de um ativo. Sua investigação indica o quanto o mercado está valorizando aquele ativo em relação ao seu valor patrimonial. Os dados, de maneira geral, apresentaram certa homogeneidade entre os setores relacionados, entretanto, as empresas listadas nos segmentos de Governança Corporativa apresentam maior índice *Market-to-Book* do que as empresas listadas no Mercado Tradicional.

Num segundo momento buscou-se apurar o período de retorno das ações, como também o quanto de dividendos será distribuído em relação ao Lucro do período, os resultados apontaram que empresas integrantes dos segmentos de Governança Corporativa apresentaram maior Retorno em comparação com o Mercado Tradicional. Os dividendos são uma das formas onde os acionistas podem obter retornos, e também são identificados como um dos mecanismos de criação de

valor para investidores. E o retorno da ação pode ser diminuído caso os ativos proporcionem boa distribuição de dividendos para seus acionistas, ambos indicadores podem manter uma relação harmoniosa.

Para alcançar esses indicadores utilizaram-se os dividendos propriamente ditos, a partir de então, investigou-se a sua relação com o lucro líquido do período da amostra. Já no índice de Retorno foi confrontado o preço da ação e o lucro por ação para identificar qual o tempo decorrido para recuperação do capital investido.

Por último, foi relacionado criação de valor com os segmentos de Governança Corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Embora o período analisado tenha ocorrido uma forte crise econômica, as empresas que praticam níveis diferenciados de GC apresentaram de maneira geral maior criação de valor. O teste T de médias indicou que o retorno do capital investido entre as empresas integrantes desses três segmentos de GC apresentam médias próximas quando relacionadas.

De maneira geral, os segmentos de Governança Corporativa apresentaram melhores resultados dos índices em comparação com o Mercado Tradicional. Dentre eles destacamos que as empresas listadas nos segmentos de GC apresentaram maior índice *Market-to-book*. Para se alcançar tal informação foi realizada uma análise comparativa e descritiva das medianas durante o período de 2008 a 2012. Entretanto, no Teste T de médias não foi identificado semelhança entre as médias dos segmentos analisados. Considerando um nível mínimo de confiança de 90%, pode-se dizer que as médias são estatisticamente muito diferentes.

A distribuição de dividendos apresenta-se como um atrativo, potencialmente decisivo, na hora de alocar recursos, tendo em vista que fornecedores de recursos buscam maximizar seus investimentos diante de todas as possibilidades possíveis. Os dividendos *payout's* no período analisado apresentaram números negativos, possivelmente pela crise instalada no período observado. Sendo assim, não foi constatado de maneira evidente se os segmentos de GC apresentam um índice *payout* maior que o MT.

Por fim, conclui-se que os níveis de GC apresentaram maior criação de valor em comparação com o MT. Na análise descritiva as medianas do segmento de Governança Corporativa mostraram melhores resultados que o Mercado Tradicional, diante de um cenário com forte crise instalada que afetou os principais mercados. Analisando os testes de médias há maior semelhança entre os 3 níveis de

governança corporativa negociadas na BM&FBOVESPA em comparação com o Mercado Tradicional.

As principais limitações da pesquisa se deram por empresas que integram todos os segmentos analisado não apresentarem as informações completas ou divulgadas em alguns anos na base de dados onde foram coletadas.

No período analisado foi vivida uma crise financeira que se instalou nos principais mercados econômicos. Tal fato pode ter influenciado de maneira positiva ou negativa alguns dados no universo da amostra, outro fator que dificultou a manipulação dos dados foi à presença de *outliers*. A presença de empresas de grande porte com empresas significativamente menores, distorceu a média de alguns segmentos. Entretanto, para uma análise mais fiel optou-se pela análise das medianas e uma média das medianas para observar o comportamento dos segmentos envolvidos.

REFERÊNCIAS

ALBERTON, Anete. **Os níveis diferenciados de Governança Corporativa blindam as firmas contra crises financeiras? Uma análise da crise financeira de 2008**. 2010, Rio de Janeiro. **Revista Pensar Contábil**, v.13, páginas 56 – 64. Rio de Janeiro, 2011.

BATISTELA, F. D. et al. **Retornos de ações e governança corporativa: um estudos de eventos**. 2004, São Paulo. **Congresso da FIECAFI**. São Paulo, 2004.

BMF&BOVESPA. **O que são segmentos de listagens**. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 jan. 2014.

BM&FBOVESPA **Folder. Novo Mercado: Governança Corporativa**. São Paulo: 2009.

BRANDÃO, M. M. **Governança Corporativa e a Influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas**. 2004. Dissertação de Mestrado em Administração, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

GITMAN, Laurence J. **Princípios de administração financeira**. 10^a.ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origem da boa governança**. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 15 Jan. 2014.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. **Teoria de Agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento**. 1997, São Paulo. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo. 1997.

LANZANA, A. P. **Relação entre *Disclousure* e Governança Corporativas das empresas brasileiras**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LOUZADA, L.C et al. **A Relação entre o Market-to-Book Equity e Lucros Anormais no Mercado de Capitais Brasileiro**. ENANPAD, Atibaia, 2003.

MAZER, L. P. **O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio das empresas do Ibovespa**. 2007. 111 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

MACEDO, F et al. **Adesão ao nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado**. In: 6º congresso USP, 2006, São Paulo.

MARTINEZ, A. L. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: Revisão das Metodologias para avaliação de Negócios**, ANPAD, 1999.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, Governança Corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003, 132 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PITZER, M. **A influência do nível de Governança Corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa**. 2011. 96 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial) – Faculdade de Administração e Desenvolvimento Empresarial, Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2011.

QUENTAL, G. A. J. **Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo**. 2007. 68 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

ROGERS, P. **Governança Corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. 2006, 147 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócio, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. **Governança Corporativa: Quando a transparência passa a ser uma exigência global**. 2003, p.4. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Gramado.

SILVA, J. I. da. Et al. **Capital Humano e o Desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras do setor elétrico**. Advances in Scientific and Applied Accounting. São Paulo. 2013.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

VANCIN, D. F, et al. **Dividendos a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto**. 2013. Dissertação de Mestrado em Administração –

Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Porto Alegre, 2013.